

# RÉFLEXION

REVUE 3<sup>ième</sup> TRIMESTRE 2020

www.cristallin.ca

## SOMMAIRE

FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE	1
• ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ	1
• TITRES CONVERTIBLES	2
• REVENU FIXE	2
ÉCONOMIE	3
PERSPECTIVES	4

*Nous avons participé à 27 nouvelles transactions au cours du troisième trimestre, et elles ont toutes été profitables.*



ans de passion et de rendement  
years of passion and performance

GESTIONNAIRE CANADIEN DE FONDS  
ALTERNATIFS, DEPUIS 1998

1002, rue Sherbrooke Ouest  
Bureau 1525  
Montréal (Québec)  
Canada H3A 3L6

TÉL. +1 514 284 0248  
info@cristallin.ca

## FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

### *Un troisième trimestre fructueux*

Nos trois principales stratégies ont toutes généré des rendements positifs. Cette performance nous place en bonne position pour clore l'année en territoire positif, comme nous le souhaitions à la fin du trimestre précédent.

Bien que la dernière période de trois mois ait été plus calme que les deux précédentes, les éléments pouvant causer beaucoup de volatilité sur les marchés financiers – la COVID-19, une économie très incertaine et les élections américaines – demeurent bien présents.

Dans ce contexte, nous croyons que l'approche du Fonds Améthyste, qui consiste à réaliser un rendement absolu tout en maintenant une volatilité réduite, servira bien les intérêts de nos investisseurs au cours des prochains trimestres.

### *ÉVÉNEMENTS DE MARCHÉ*

#### *Tournés vers les nouvelles offres*

La progression de la COVID-19 à la fin du mois de mars a mis à mal de nombreuses entreprises, dont plusieurs faisaient l'objet de fusions et acquisitions. Le taux d'échec des transactions, soit celles qui ne se rendaient pas à terme, a ainsi augmenté substantiellement au cours du deuxième trimestre. Nous avons alors pris la décision de nous retirer de toutes les transactions annoncées avant la mi-mars, soit avant le déclenchement des mesures sanitaires, pour nous concentrer entièrement sur de nouvelles offres où l'acheteur présentait selon nous un intérêt stratégique. Et cela nous a bien servis.

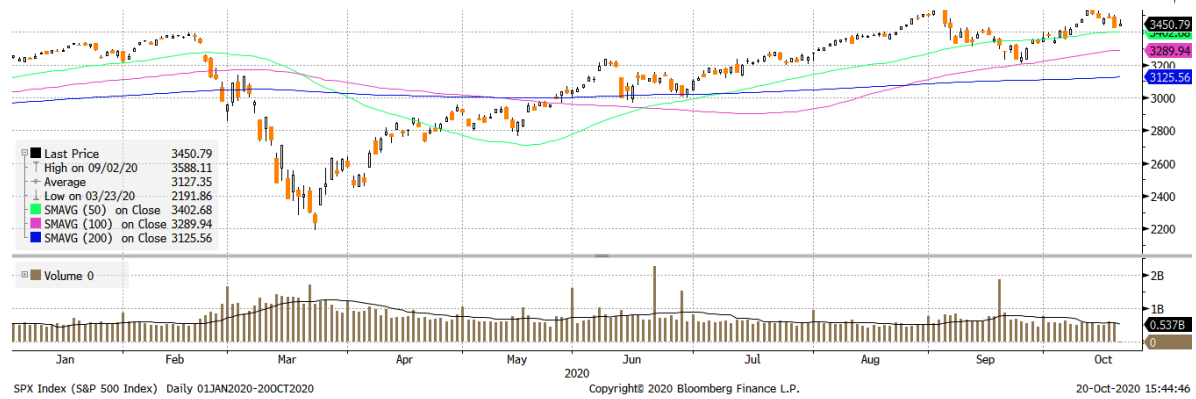
D'abord, cela nous a permis d'éviter certaines situations qui connaissent des ratés et qui se retrouvent, ou se retrouveront éventuellement, devant les tribunaux. Mais aussi, cela nous a amenés à participer à de nouvelles transactions qui se sont réalisées ou sont sur le point de se conclure précisément dans les délais prévus.

#### *Gare à la deuxième vague*

Nous avons participé à 27 nouvelles transactions au cours du troisième trimestre, et elles ont toutes été profitables. Nous regrettons seulement qu'elles n'aient pas été plus nombreuses. Mais si nous sommes réticents à participer à un plus grand nombre de transactions, c'est que nous évitons celles dont les perspectives de clôture excèdent quatre mois ou, du moins, nous y limitons notre participation. En effet, nous craignons un nouvel impact négatif sur les marchés d'une deuxième vague de la COVID-19, qui semble malheureusement engagée. La prudence continuera donc de nous guider durant cette dernière partie de l'année.

De juillet 1998 à sept. 2020	REND. ANNUALISÉ (%) <i>net de tout frais</i>						Volatil.	Correl.	% Mois > 0	Ratio Sharpe
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Créat.				
<b>Fonds d'Arbitrage Améthyste</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>-</b>	<b>73%</b>	<b>0.65</b>
HFRI - Global Fund Weighted	5.3%	3.1%	4.3%	3.7%	4.2%	6.0%	6.9%	0.50	66%	0.54
S&P/TSX Composite (TR)	0.0%	4.3%	7.2%	5.8%	5.6%	6.2%	14.9%	0.50	63%	0.27
EAFE World Equity (TR)	-1.8%	-2.0%	2.4%	1.7%	0.9%	1.4%	16.7%	0.45	56%	-0.05
FTSE CAN Long Term Bond	8.9%	9.7%	24.3%	12.0%	6.7%	7.1%	7.1%	0.13	61%	0.69

## Index S&P 500



### TITRES CONVERTIBLES

#### *Une effervescence de courte durée*

Le trimestre était bien amorcé alors que beaucoup de capitaux étaient dirigés vers les titres à haut rendement et de nouvelles émissions d'obligations convertibles à des prix attractifs. Mais cette effervescence s'est estompée assez rapidement. Nous avons entamé le trimestre en détenant plusieurs positions permettant de prévoir un portage positif à long terme. Nous les avons rapidement réduites, car les profits attendus se sont vite réalisés en raison des fluctuations des cours des titres. Nous avons ensuite mis l'accent sur des positions qui offraient un profil de crédit solide, tout en liquidant des titres convertibles de courte échéance ou encore des positions trop gourmandes en capital. Nous avons également préféré éviter le marché primaire pour nous concentrer plutôt sur le marché secondaire, où le comportement des titres est plus prévisible en fonction des conditions de marché. Au total, nos opérations ont été profitables.

#### *Changement d'attitude chez les investisseurs*

Fait intéressant, nous observons une baisse de l'intérêt des investisseurs pour les titres de sociétés liés à la pandémie, tant celles qui en profitaient, notamment les plateformes de vente en ligne et tout ce qui touche Internet, que les titres malmenés par cette conjoncture et utilisés dans des opérations à découvert, comme ceux du secteur des voyages et des spectacles. Les investisseurs se tournent maintenant plutôt vers des entreprises dont les perspectives dépendent moins de l'évolution de la crise.

#### *Ceci laisse croire que les investisseurs ont commencé à envisager l'après-pandémie et à s'intéresser aux perspectives économiques à long terme.*

Nous prévoyons que, sous peu, la marge de manœuvre des gouvernements sera beaucoup plus restreinte, compte tenu de l'endettement causé par les dépenses colossales liées à la pandémie ainsi que de la baisse des recettes fiscales due à la chute de l'emploi. Dans un contexte aussi propice à l'incertitude et à la volatilité, nous conservons en réserve beaucoup de capital que nous utiliserons

si de bonnes occasions d'arbitrage à court et à long terme se présentent. Pour l'instant, nous croyons que bon nombre d'investisseurs demeureront sur les lignes de côté dans l'attente du résultat de l'élection américaine. Nous serons aux aguets. Pour nous, l'idée est d'agir rapidement au moment opportun.

### REVENU FIXE

#### *Les écarts de crédit se rétrécissent*

Comme ce fut le cas au trimestre précédent, la demande de titres de crédit est demeurée très forte au troisième trimestre, si bien qu'au Canada, la compression des écarts s'est poursuivie durant les trois derniers mois. Aux États-Unis, les écarts sur les titres de sociétés se sont quelque peu élargis en septembre, après deux mois de compression durant lesquels les écarts sur les titres de catégorie investissement (investment grade) sont passés d'abord de 150 à 125 points de base, pour ensuite clôturer le trimestre à 135. Au Canada, les titres d'agences se négocient maintenant au même niveau qu'avant la pandémie, et les titres provinciaux s'en approchent. Les taux d'intérêt sont pour leur part demeurés très stables tout au long du trimestre.

#### *Des apports positifs*

Tous les segments de nos opérations sur titres à revenu fixe, que ce soit sur le plan stratégique ou technique, ont apporté une contribution positive aux résultats. Du côté des écarts de crédit, nous avons même augmenté notre enveloppe de risque de 40 % à 50 % de la fin août à la mi-septembre, pour ensuite revenir au positionnement initial deux semaines plus tard, à la suite de la bonne performance des écarts. Nous constatons toutefois que les écarts de crédit au Canada sont maintenant presque tous en territoire neutre ou cher. Nous estimons que la majeure partie du rétrécissement des écarts pour 2020 est désormais derrière nous.

À l'approche de l'élection américaine et compte tenu de la volatilité qu'elle pourrait susciter, nous avons effectué quelques opérations visant à augmenter la liquidité du portefeuille, principalement en prenant des profits sur certains titres d'agences moins liquides. Cette cristallisation des profits, jumelée à un portefeuille à risque modéré, nous

Tous les segments de nos opérations sur titres à revenu fixe, que ce soit sur le plan stratégique ou technique, ont apporté une contribution positive aux résultats.

## Index de volatilité par le Chicago Board Options Exchange



place en bonne position pour déployer davantage de capital lorsque le moment nous semblera opportun.

### ÉCONOMIE ET MARCHÉS FINANCIERS

#### La reprise surprend

La reprise économique, tant canadienne qu'américaine, a quelque peu surpris les économistes. Plusieurs secteurs y ont contribué, notamment les ventes au détail, les ventes de maisons neuves, les mises en chantier et les commandes de biens durables. Mais ce qui étonne davantage, c'est qu'aux États-Unis l'emploi demeure en baisse de 7,6 % par rapport à son niveau de février, soit avant le moment où la pandémie a frappé globalement les économies. La reprise chez nos voisins du sud s'explique surtout par le fait qu'après la chute brutale des revenus des particuliers à cause de ces pertes d'emplois, le gouvernement américain est intervenu rapidement en compensant ces pertes de revenus par des programmes d'aide d'urgence. Le gouvernement canadien a fait de même, et des millions de citoyens ont pu profiter d'une aide financière sans précédent. Les banques centrales ont emboîté le pas rapidement en gonflant leurs bilans par l'achat de titres obligataires sur les marchés, ce qui a permis de maintenir les taux d'intérêt au plancher.

#### Un bilan meilleur que prévu

Ces performances récentes laissent espérer qu'en fin d'année le bilan économique sera meilleur que les prévisions formulées au cours des derniers mois. Aux États-Unis, on misait il n'y a pas si longtemps sur un recul du PIB de plus de 5 %. Maintenant, le consensus des économistes se rapproche plutôt de 4 %. C'est un peu la même chose au Canada : on parlait le mois dernier d'un recul du PIB de plus de 7 %, alors que certains croient aujourd'hui que ce recul pourrait être inférieur à 6 %.

La suite des événements demeure toutefois incertaine, car la pandémie se poursuit. La deuxième vague semble maintenant arrivée. Les gouvernements et les banques centrales auront-ils encore la capacité d'en atténuer les effets sur l'économie et le bien-être de la population ? Si le discours des dirigeants canadiens est encourageant, le calcul et

les machinations politiques de leurs homologues américains sont plus inquiétants. Chose certaine, compte tenu de l'endettement public et privé que cet épisode aura engendré, il faudra probablement plusieurs années pour retrouver la vigueur économique d'avant la pandémie.

#### La volatilité persiste

L'année 2020 passera probablement à l'histoire pour avoir offert en si peu de temps un quasi-crash boursier suivi d'une reprise d'une ampleur que l'on peine encore à expliquer. Mais quelques constatations s'imposent. Le S&P 500, l'indice phare de la Bourse de New York, a progressé de 8,5 % au troisième trimestre, et il a même touché un nouveau sommet historique au début du mois de septembre. Malgré cette performance enviable, l'indice de volatilité VIX, aussi surnommé l'« indice de la peur », s'est maintenu à des niveaux de 25-30 %, ce qui est certainement supérieur à sa moyenne historique d'environ 16 %.

#### Ce que cache la reprise boursière

Les 10 plus grandes capitalisations du S&P 500 représentent aujourd'hui près de 30 % du poids de l'indice. Cela peut masquer la véritable nature de cette reprise boursière, fortement imputable à quelques titres du secteur de la technologie qui se sont démarqués de façon spectaculaire au cours des derniers mois.

**Alors que l'action d'Apple était en hausse d'environ 27 % pour le trimestre, celle de JPMorgan, la plus grande banque américaine, était à peu près inchangé quelques jours à peine avant la fin du trimestre.**

Depuis le creux du 23 mars, le cours de l'action du banquier américain a gagné un peu plus de 30 %, mais la valeur du fabricant de l'iPhone a doublé pendant ce temps. Il n'est donc pas surprenant que de nombreux analystes et commentateurs financiers évoquent de plus en plus la bulle techno d'il y a 20 ans. Les deux périodes sont toutefois difficilement comparables, selon nous. Mais il n'en demeure pas moins que certaines similitudes permettent d'envisager des épisodes de forte volatilité.

La deuxième vague semble maintenant arrivée. Les gouvernements et les banques centrales auront-ils encore la capacité d'en atténuer les effets sur l'économie et le bien-être de la population ?

## PERSPECTIVES

### *Les marchés et la fiscalité au lendemain de l'élection américaine*

Rarement une décision démocratique de la population américaine aura fait couler autant d'encre. Pas étonnant, car les mois précédant cette élection ont exposé toute la démesure et l'ineptie du président. Les sondages, même s'il faut s'en méfier, annoncent une victoire, peut-être même éclatante, du candidat démocrate à la présidence, ainsi que la possibilité de conquête d'une majorité du Sénat par son parti.

Qu'en sera-t-il des marchés financiers ? Exception faite du choc causé par l'apparition de la COVID-19, les bourses ont fourni un rendement particulièrement bon sous l'administration Trump. L'importante baisse d'impôts votée en 2018, orientée vers les particuliers les plus riches et les grandes sociétés, a certes été un facteur déterminant.

***Paul Krugman, Prix Nobel d'économie en 2008 et aujourd'hui chroniqueur au New York Times, estime que seulement 14 % de la population américaine détient des actions en bourse.***

Mais c'est cette minorité qui a été bénéficiaire des récentes largesses fiscales. On peut penser qu'un président et un Sénat démocrates auront une approche fort différente.

### *La Fed et la Banque du Canada maintiendront le cap*

Jusqu'à présent, les principaux indicateurs économiques aux États-Unis n'ont récupéré qu'environ la moitié du recul causé par la pandémie, estime Paul Krugman. Et la reprise semble maintenant stagner. Un nouveau gouvernement pourra-t-il lui redonner un nouvel élan ? Chose certaine, le prochain dirigeant pourra compter sur la poursuite d'une politique monétaire très accommodante. Tout récemment, le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, affirmait que les taux d'intérêt demeureraient très bas jusqu'en 2023. On peut croire que la Banque du Canada fera de même.